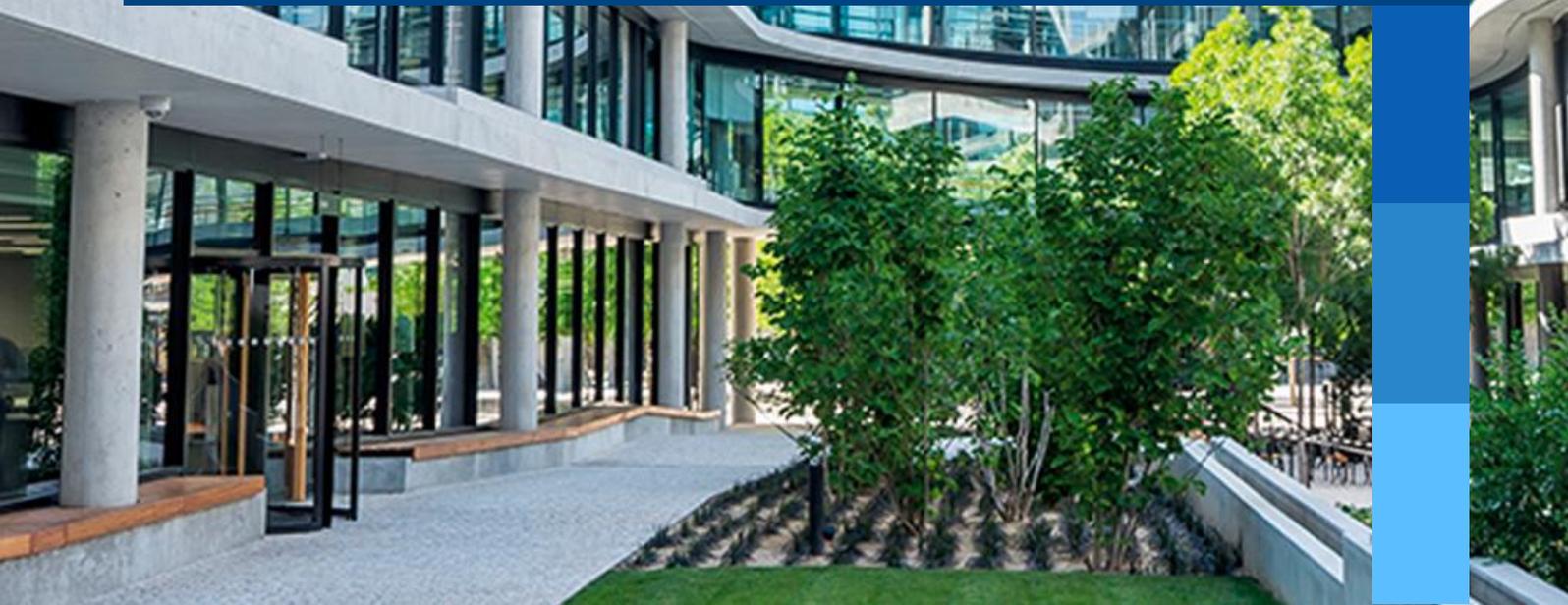


The logo consists of the word "BBVA" in a bold, white, sans-serif font, followed by a vertical line and the word "Research" in a smaller, white, sans-serif font.

BBVA | Research

Situación Argentina

2° TRIMESTRE DE 2017 | UNIDAD DE ARGENTINA



Índice

1. Resumen	3
2. Entorno global: el crecimiento global se afianza, pero aún con riesgos	5
3. Argentina: recuperación en U	7
4. Sorpresas negativas en inflación en 1T17	10
5. El Banco Central sube la tasa de política monetaria	12
6. Las metas fiscales anunciadas son modestas y cumplibles	15
7. Argentina continuará atrayendo capitales externos	18
8. Intervención “verbal” del Banco Central para poner un piso a la apreciación del peso	20
9. El panorama mundial mejora pero los riesgos domésticos siguen sesgados a la baja	22
10. Tablas	24

Fecha de cierre: **5 de mayo de 2017**

1. Resumen

El crecimiento del PIB a nivel global continuó aumentando, hasta tasas de alrededor del 1% trimestral, mayor que el 0,8% de media observado desde el año 2011. En conjunto, nuestras previsiones de crecimiento para 2017-18 se revisan sólo marginalmente. El mejor arranque de año las eleva para la Eurozona y sobre todo para China (donde esperamos un crecimiento de 6,3% y 5,8% en 2017-18, alrededor de 0,5pp más que hace tres meses), mientras que las de los países latinoamericanos son algo más negativas este año. En Estados Unidos mantenemos nuestras previsiones de crecimiento en 2,3% este año y 2,4% en 2018 apoyado en la aceleración de la inversión. Como resultado, el crecimiento mundial esperado es del 3,3% y 3,4% para 2017-18, en ambos casos una décima más que en nuestras últimas previsiones. Detrás de esta aceleración está la mejora generalizada de las confianzas, junto con el avance del comercio global, dinamizado sobre todo por los estímulos monetarios y fiscales en China. El desempeño de los países avanzados sigue siendo especialmente positivo, con la consolidación de la recuperación de EE.UU. y con Europa creciendo por encima de su potencial. Por el contrario, América Latina saldrá este año de la recesión, aunque con crecimiento aún moderado. En cuanto a los mercados financieros, se han mantenido tranquilos en los últimos meses, registrando una baja volatilidad a pesar de la elevada incertidumbre. En este contexto, los bancos centrales avanzan de forma gradual en el proceso de normalización de la política monetaria y la Fed, que lidera este proceso, mantiene su mensaje de salida gradual

En Argentina, los datos de cuentas nacionales de 2016 confirmaron que la economía había comenzado a crecer muy tíbiamente en 3T para aumentar el ritmo de expansión a 0,5% t/t en el último trimestre del año. En línea con lo que sugiere nuestro modelo MICA de nowcasting utilizando la información disponible a la fecha, estimamos que la economía habría crecido 0,6% t/t también en 1T17 y que continuará expandiéndose en los siguientes trimestres del año a un ritmo promedio algo superior al 1% t/t, acumulando un crecimiento de 2,8% en 2017 como preveíamos en enero. Pese a cierta ralentización en las proyecciones de crecimiento de la inversión, la absorción interna seguirá siendo el principal impulsor del PIB en 2017 con una contribución de 3,4% ya que una ligera mejora del consumo privado compensará este menor crecimiento de la formación de capital, mientras que la contribución del sector externo seguirá siendo negativa en -0,6% del PIB.

Esperamos que la tasa de inflación (índice oficial de la Ciudad de Buenos Aires) alcance el 22,4% a/a en 2017, un incremento con respecto a nuestra anterior proyección de 20,8%. También elevamos nuestra proyección de inflación oficial del Indec al 19,5%. Aunque representa una desaceleración con respecto a la inflación del 41% del año pasado por el shock de tipo de cambio y tarifas, los datos de inflación mensual del primer trimestre no están resultando tan alentadores como se esperaba por la resistencia a la baja de la inflación subyacente.

El Banco Central reaccionó a los últimos datos de inflación con una suba en abril de la tasa de política monetaria de 150 BP lo cual sorprendió al mercado que esperaba que una suba menor. La meta de inflación de 2017 (12%/17%)

sigue resultando lejana aún con el reajuste de las tasas de interés. Mientras que las metas fiscales para el 2017 anunciadas el año pasado se revisaron (el déficit primario proyectado para 2017 por el gobierno se elevó de 3,3% a 4,2% en 2017), las metas de inflación se mantuvieron. En este sentido, las expectativas de inflación del mercado no se reajustan hacia abajo probablemente debido a la sensación de que falta consistencia entre la política monetaria y la fiscal. Si bien esperamos una tendencia decreciente para la tasa de política monetaria para este año y el próximo, el Banco Central se mantendrá precavido y el ajuste será más lento que lo previsto anteriormente.

El gobierno decidió adoptar una política fiscal gradualista y en 2016 hubo menores avances que lo esperado debido a restricciones de carácter político y el déficit fiscal se mantuvo casi constante en términos del PIB a pesar de los ingresos extra por el exitoso sinceramiento fiscal. El acceso a los mercados de deuda contribuyó a financiar el déficit sin grandes conflictos dado que además, uno de los pocos puntos sólidos de la situación previa de Argentina, era el bajo nivel de endeudamiento con el sector privado. El Ministro de Hacienda Nicolás Dujovne anunció metas trimestrales de déficit fiscal para el año 2017 y también metas de ingresos, gastos y déficit anuales hasta 2019. También inauguró una nueva metodología para la medición del déficit que contribuye a una mayor transparencia. Las metas lucen cumplibles e implican una baja gradual de alrededor de 1pp por año de déficit primario hasta finalizar en 2,2% del PIB en 2019.

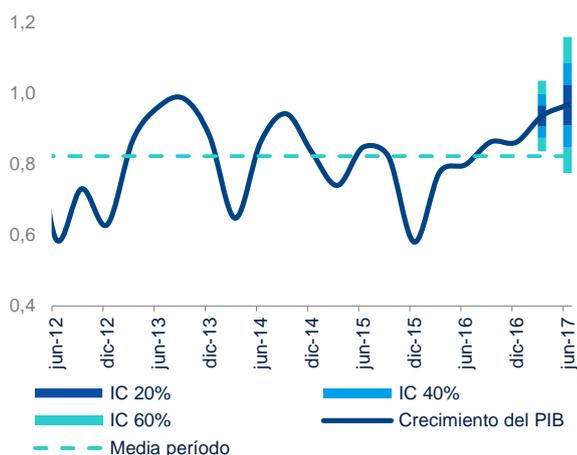
Si bien esperamos una balanza comercial todavía levemente superavitaria este año, se reducirá respecto a 2016 debido a un alza más fuerte en las importaciones que en las exportaciones a la vez que la cuenta corriente seguirá siendo deficitaria a mediano plazo por el balance negativo en Servicios reales y Rentas. Esperamos que el superávit comercial se erosione a medida que la actividad económica se recupera pero que el déficit en cuenta corriente se mantenga estabilizado entorno a 3% del PIB.

El tipo de cambio mantendrá tendencia a apreciarse en términos reales impulsado por la entrada de capitales del sector externo y la política monetaria restrictiva del Banco Central de tasas de interés positivas en términos reales. Esta apreciación es sostenible a corto plazo porque Argentina redujo notablemente el costo de capital y los impuestos a las exportaciones y hay liquidez global para financiar el déficit doméstico. El país se mantendrá atractivo para el ingreso de capitales en tanto la actividad económica se siga recuperando y el gobierno mantenga su objetivo de reducción del déficit fiscal.

2. Entorno global: el crecimiento global se afianza, pero aún con riesgos

El crecimiento del PIB a nivel global continuó aumentando, hasta tasas de alrededor del 1% trimestral, mayor que el 0,8% de media desde el año 2011. Detrás de esta aceleración está la mejora generalizada de las confianzas, junto con el avance del comercio global, dinamizado sobre todo por los estímulos monetarios y fiscales en China. El desempeño de los países avanzados sigue siendo especialmente positivo, con la consolidación de la recuperación de EE.UU. y con Europa creciendo por encima de su potencial. Por el contrario, América Latina saldrá este año de la recesión, aunque con crecimiento aún moderado.

Gráfico 2.1 Crecimiento del PIB mundial. Previsiones basadas en BBVA-GAIN (% , t/t)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2 Crecimiento mundial y contribuciones por regiones (% , a/a)



Fuente: BBVA Research

El mejor comportamiento global viene acompañado de una cierta clarificación en torno a la economía americana, donde tanto las expectativas de una rápida reflación apoyada en un impulso fiscal como las de un escenario con una rápida deriva hacia el proteccionismo se han rebajado, o al menos se han retrasado. No obstante, la dificultad para sacar

Revisamos al alza el crecimiento mundial, que aumentará de 3,1% en 2016 a 3,3% en 2017 y 3,4% en 2018

adelante la reforma del sistema sanitario también ha puesto de manifiesto los problemas para aprobar otras medidas, como las ligadas a la reducción de impuestos o el plan de gasto en infraestructuras, lo que elimina la probabilidad de un fuerte impulso en el corto plazo.

En cuanto a los mercados financieros, se han mantenido tranquilos en los últimos meses, registrando una baja volatilidad a pesar de la elevada incertidumbre. En este contexto, los bancos centrales avanzan de forma gradual en el proceso de normalización de la política monetaria. La Fed, que lidera este proceso, mantiene su mensaje de salida gradual por lo que prevemos que realice dos subidas adicionales de tasas de interés este año y otras dos en 2018,

hasta el 2%. Al mismo tiempo, está ya planteando cómo abordar la tercera fase de la estrategia de salida, esto es, la reducción de su balance, algo que previsiblemente no sucederá hasta el año que viene y se implementará de forma pasiva. El BCE se muestra también más optimista con el crecimiento, pero todavía no muy confiado por el lado de la inflación e irá rezagado respecto al ritmo de salida de la Fed. Dado este proceso de normalización de políticas monetarias cabe esperar un aumento del coste de financiación a nivel global hacia adelante.

En conjunto, nuestras previsiones de crecimiento para 2017-18 se revisan sólo marginalmente. El mejor arranque de año las eleva para la Eurozona y sobre todo para China (donde esperamos un crecimiento de 6,3% y 5,8% en 2017-18, alrededor de 0,5pp más que hace tres meses). En Estados Unidos mantenemos nuestras previsiones de crecimiento en 2,3% este año y 2,4% en 2018 apoyado en la aceleración de la inversión. Como resultado, el crecimiento mundial esperado es del 3,3% y 3,4% para 2017-18, en ambos casos una décima más que en nuestras últimas previsiones.

Los riesgos siguen sesgados a la baja. Más allá de la incertidumbre todavía asociada a las medidas que finalmente se aprueben en EE.UU., sobre todo en el plano comercial, las dudas se centran en los resultados electorales en Francia o Italia, por el impacto fuertemente negativo que podrían tener en la estabilidad de la zona euro en el caso (poco probable) de vencer las opciones fuertemente antieuropeístas. A ello se une el riesgo asociado a la economía china, donde la fortaleza reciente de la inversión puede frenar el proceso de reducción de desequilibrios. Otros elementos importantes de riesgo son las negociaciones sobre el brexit (que no han empezado con buen pie), los múltiples riesgos geopolíticos o los riesgos asociados a la normalización de la política monetaria, sobre todo en EE.UU.

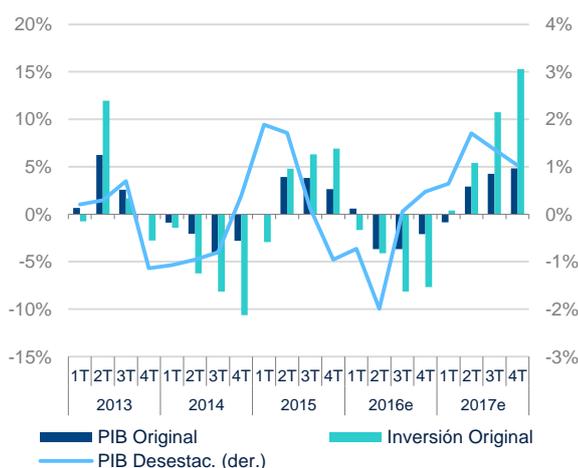
3. Argentina: recuperación en U

La economía despega gradualmente

Los datos de cuentas nacionales del 4T16 confirmaron que la economía había comenzado a crecer muy tibiamente en 3T para aumentar el ritmo de expansión a 0,5% t/t en el último trimestre del año. Si bien esperábamos un sendero de recuperación con esta forma, el aumento del PIB, y en particular de la inversión, en el último trimestre del año finalmente fue algo más moderado que lo previsto (BBVA e 1,3% t/t), con lo cual la economía se contrajo 2,3% en 2016.

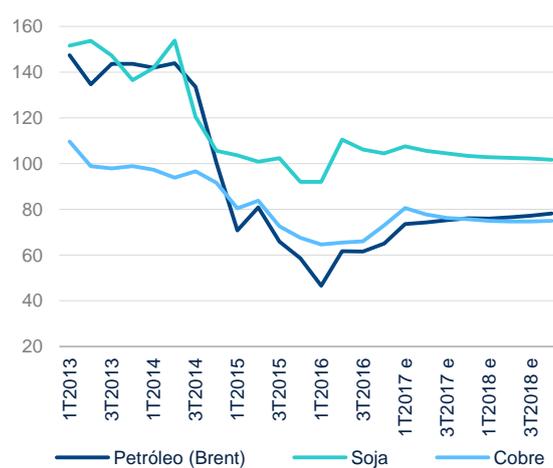
En línea con lo que sugiere nuestro modelo MICA de *nowcasting* utilizando la información disponible a la fecha, estimamos que la economía habría crecido 0,6% t/t también en 1T17 y que continuará expandiéndose en los siguientes trimestres del año a un ritmo promedio algo superior al 1% t/t, acumulando un crecimiento de 2,8% en 2017 como preveíamos en enero. Si bien la inversión será el componente de mayor crecimiento tanto en 2017 como en 2018 (7,9% y 7,1% a/a), hemos revisado alrededor de 1 pp a la baja nuestras previsiones anteriores debido a menor dinamismo en el inicio de proyectos de inversión privados (Gráfico 3.1). La inversión pública continúa creciendo a buen ritmo como lo indican las estadísticas de licitación de proyectos de infraestructura a la vez que la construcción privada empieza a mostrar signos de recuperación alentada por la compra de inmuebles con fondos provenientes del sinceramiento fiscal y el surgimiento del crédito hipotecario. En este contexto, la participación de la inversión en el PIB podría alcanzar 20,7% en 2018, niveles similares a los máximos previos a la imposición del cepo cambiario, aunque aún por debajo de los ratios observados en otros países de la región.

Gráfico 3.1 PIB serie original y desestacionalizada (variación % a/a y t/t)



Fuente: INDEC y BBVA Research

Gráfico 3.2 Precio de las principales materias primas (índice Base 2010=100)*



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Pese a cierta ralentización en las proyecciones de crecimiento de la inversión, la absorción interna seguirá siendo el principal impulsor del PIB en 2017 con una contribución de 3,4% ya que una ligera mejora del consumo privado compensará este menor crecimiento de la formación de capital, mientras que la contribución del sector externo seguirá siendo negativa en -0,6% del PIB. Esta composición entre demanda agregada doméstica y externa se repetirá en 2018 para obtener un crecimiento del 3% en un año en que el consumo privado continuará aumentando en base a la reducción de la inflación y la mejora de la confianza al comenzar a percibirse los resultados positivos del programa económico. Sin embargo, tras la marcada recuperación del 2017, el crecimiento del PIB se moderará a un promedio entorno al 0,5% trimestral que esperamos se mantenga en años subsiguientes.

Crecimiento gradual basado en la absorción interna mejora lentamente el empleo

La contribución levemente negativa del sector externo obedece principalmente a un mayor aumento de las importaciones que de las exportaciones ante las necesidades crecientes de abastecer de insumos y bienes de capital a una economía que entrará en un sendero de expansión. Pese a un mejor entorno de comercio internacional, la recuperación del crecimiento en los socios del Mercosur y una ligera suba promedio en los precios de las materias primas agrícolas (Gráfico 3.2), las exportaciones seguirán creciendo a tasas entorno al 4% anual en un contexto de apreciación del tipo de cambio real y la falta de solución a los problemas de competitividad estructurales.

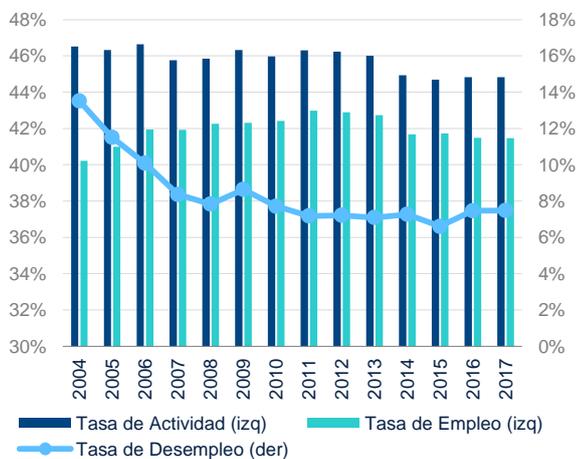
A lo largo del 2016, la contracción del empleo en el sector formal fue inferior a la caída del PIB por lo que parece haber prevalecido cierto optimismo en los empleadores respecto a las perspectivas futuras de demanda de sus productos a la vez que los programas oficiales (REPRO) contribuyeron a sostener el empleo en ciertos sectores industriales. Es probable que el desempleo y subempleo en el sector informal haya aumentado de forma más marcada en este contexto recesivo, pero la falta de confiabilidad de la información previa proveniente de la Encuesta de Hogares dificulta la evaluación. Según las estadísticas de la seguridad social (SIPA) en promedio en el sector privado formal, la cantidad de trabajadores se redujo en 0,7% el año pasado pero el empleo formal total no cayó sino que aumentó en 0,6% debido a incrementos en los asalariados del sector público (+2,4%) y trabajadores autónomos. A nivel sectorial, los sectores más castigados fueron la Construcción (-9%) por la paralización de las obras públicas, seguido por Minería por caída del precio del petróleo (-5,8%) e industria (-2,2%) mientras que algunos sectores de servicios como la intermediación financiera registraron un aumento de empleo.

La situación laboral empezó a mejorar a partir de agosto y ya se acumula un aumento de 0,8% en los trabajadores formales entre esa fecha y febrero 2017 (último dato disponible). En la encuesta de grandes empresas del Ministerio de Trabajo (EIL) se observa similar tendencia con un crecimiento de 0,6% entre febrero 2017 y agosto 2016 en el empleo privado formal. Sin embargo la fuerte caída de la tasa de desempleo de 9,3% en 2T16 a 7,6% en 4T16 refleja no sólo una mejora en la tasa de empleo de 0,2 pp sino fundamentalmente una fuerte reducción en la tasa de actividad de 46% a 45,3%, particularmente entre los más jóvenes, en especial las mujeres, y provocada probablemente por un efecto desaliento.

Suponiendo una progresiva recuperación de la tasas de participación laboral hacia niveles más similares a los promedios históricos y una relativamente baja elasticidad empleo/PIB como sugieren los niveles relativamente altos de

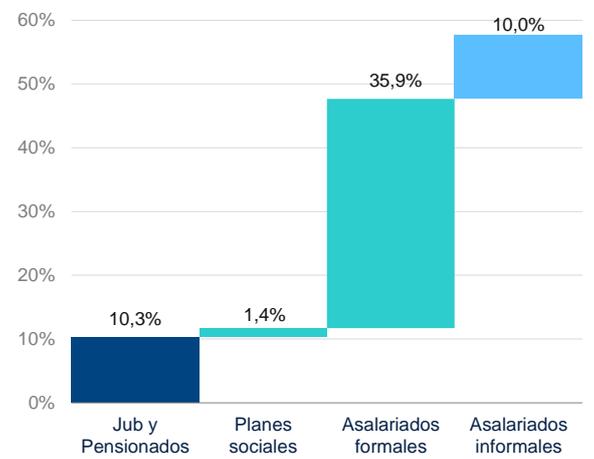
salarios reales, estimamos que la desocupación no caerá en 2017-18 manteniéndose en una media anual de 8,5%, levemente por encima del promedio de los 3 trimestres conocidos de 2016 (Gráfico 3.3). En este sentido, la mejora en el consumo privado no provendrá en 2017 de un fuerte aumento de los ocupados sino de un incremento en los salarios reales ya que la masa salarial representa casi un 36% del consumo privado total. También sostendrán el consumo las transferencias a jubilados y beneficiarios de planes sociales que aumentarán cerca de un 40% a/a por la Ley de Movilidad que las indexa a las remuneraciones pasadas y por la Ley de Reparación Histórica que reconoce deudas previas con pensionados (Gráfico 3.4).

Gráfico 3.3 Empleo y participación en el mercado laboral (%)



Fuente: INDEC y BBVA Research

Gráfico 3.4 Participación en el Consumo Privado (%)



Fuente: INDEC, SIPA y BBVA Research

4. Sorpresas negativas en inflación en 1T17

El efecto del alza de precios regulados no se diluye y la inflación subyacente se resiste a bajar

Esperamos que la tasa de inflación (índice oficial de la Ciudad de Buenos Aires- CABA) alcance el 22,4% a/a en 2017, un incremento con respecto a nuestra anterior proyección de 20,8%. También elevamos nuestra proyección de inflación oficial del Indec al 19,5% (las diferencias de nivel entre ambos índices se deben a que tienen distintas canastas y abarcan diferentes ámbitos geográficos). Aunque esta previsión representa una desaceleración con respecto a la inflación del 41% del año pasado por el shock de tipo de cambio y tarifas, los datos de inflación mensual del primer trimestre no están resultando tan alentadores como se esperaba.

En el primer trimestre del año, la inflación promedio mensual alcanzó a 2,1% y 2,3% (Indec y CABA) en tanto que solamente en marzo estas tasas fueron del 2,4% y 2,9% respectivamente marcando la tendencia al aumento. Hubo un alza programada de tarifas de electricidad durante el primer trimestre pero este efecto no acabó de diluirse (Gráfico 4.1) y también se observaron subas en otros precios regulados como educación y salud en el período. La inflación núcleo está mostrando una resistencia a la baja que se deberá seguir evaluando los próximos meses, mientras que en el índice Indec que abarca el conglomerado urbano de Ciudad y Gran Buenos Aires se ha mantenido en promedio constante, el índice elaborado por el Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires marcó una tendencia a acelerarse (Gráfico 4.2).

El Banco Central sigue comprometido con el objetivo de bajar la inflación y fijó sus metas anuales (12%/17% en 2017 y 12%/8% en 2018), si bien se ubican aún en rangos más bajos que las expectativas del consenso de analistas. La estrategia sigue siendo llegar a inflación de un dígito en 2019. Con este objetivo en mente elevó la tasa de política monetaria desde 24,75% a 26,25% durante la segunda semana de abril, (ver Capítulo 5).

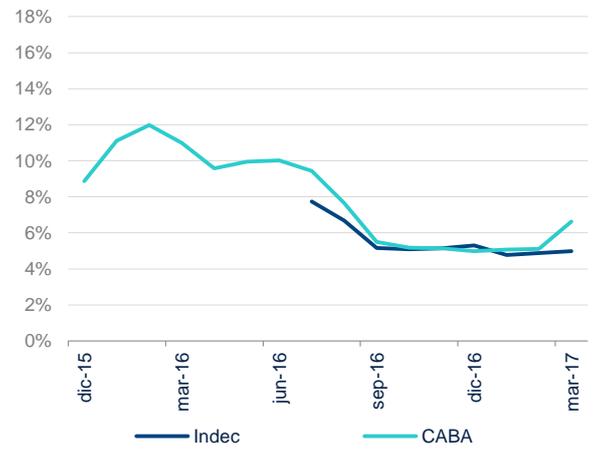
Un dato fundamental para evaluar la evolución de la inflación a futuro es el cierre de las negociaciones salariales que se concretan durante el primer cuatrimestre del año. Gran parte de los sindicatos todavía no han cerrado estas negociaciones y en algunos casos se ha producido una confrontación con el gobierno que aún está en vías de resolverse, como es el caso de los maestros. Algunos acuerdos han definido ajustes similares a la inflación esperada pero con cláusulas gatillo de acuerdo a potenciales desvíos que podría haber con respecto a la misma. La definición final de estas negociaciones, que podrían terminar en alzas salariales mayores a las que pretende el gobierno, influirán en el resultado final de la tasa de inflación. La reducción en el financiamiento monetario del Banco Central al Tesoro, la política de tasas de interés positivas en términos reales para anclar expectativas y la relativa estabilidad cambiaria serán los factores que harán converger la inflación hacia niveles más bajos. Aun así, la probabilidad de que se alcance la meta de inflación oficial este año es baja.

Gráfico 4.1 Inflación total acumulada por trimestre (%)



Fuente: BBVA Research, INDEC y GCBA

Gráfico 4.2 Inflación subyacente acumulada por trimestre (%)



Fuente: BBVA Research, INDEC y GCBA

5. El Banco Central sube la tasa de política monetaria

Aún con el alza de tasas, las expectativas de inflación no convergen a la meta

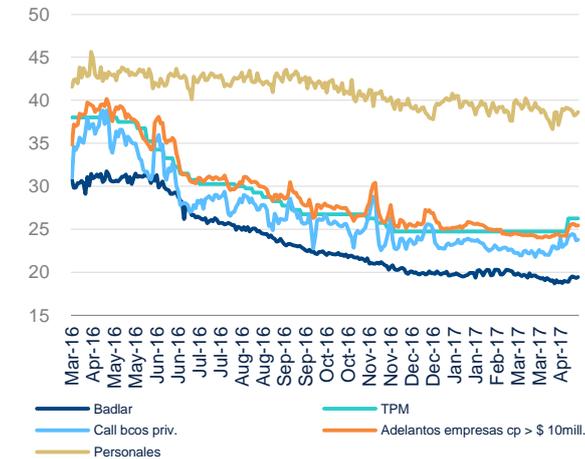
El Banco Central reaccionó a los últimos datos de inflación con una suba de la tasa de política monetaria (TPM) de 150 BP en abril lo cual sorprendió al mercado que esperaba una suba menor. Ya durante marzo la política monetaria había comenzado a restringirse, se moderó la tasa de expansión de dinero y se ejecutaron operaciones de mercado abierto con Lebac con la intención de subir los rendimientos de estos instrumentos en el mercado secundario. En la licitación primaria de Lebac de abril (que ahora tiene regularidad mensual) también impulsó la suba de tasas luego de varios meses en que se habían convalidado bajas graduales en cada licitación.

El ajuste de la TPM comenzó a reflejarse en las tasas más sensibles como la tasa interbancaria y la tasa de adelantos en cuenta corriente que reflejan las condiciones de liquidez del sistema financiero, mientras el ajuste de la tasa de depósitos Badlar tiende a ser más lento (Gráfico 5.1). La decisión del Banco Central generó cierta inquietud debido a temores que una nueva suba de tasas pueda retardar más la recuperación económica.

Durante la segunda mitad de 2016 una resistencia a la baja de la tasa de inflación condujo al Banco Central a mantener la tasa de política monetaria en un nivel de 24,75% desde diciembre del año pasado hasta abril último, luego de haber ensayado bajas escalonadas durante ese año desde un máximo de 38% hace un año. Estimamos que la TPM se mantendrá en los niveles actuales hasta mitad de año y que luego continuará bajando más gradualmente en el resto de 2017 hasta 21% ya que las expectativas de inflación del consenso de analistas se mantienen aún por encima de la banda superior de la meta del BCRA para los próximos 12 meses. Los resultados del relevamiento de expectativas de mercado del mes de abril indican que el mercado no espera que la inflación converja a la meta y que el sendero de baja de tasas este año y el próximo será más lento (Gráfico 5.2).

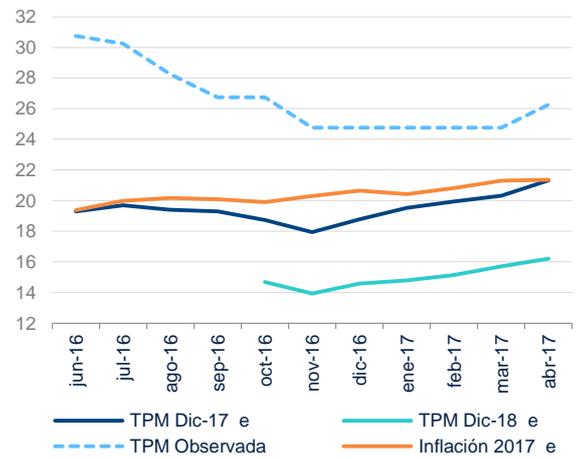
La meta de 2017 (12%/17%) sigue resultando lejana aún con el reajuste de las tasas de interés. Mientras que las metas fiscales para el 2017 anunciadas el año pasado se revisaron a la baja (el déficit primario proyectado para 2017 por el gobierno se elevó de 3,3% a 4,2% en 2017), las metas de inflación se mantuvieron a pesar que hubo oportunidad de revisarlas cuando se anunció el esquema de metas de inflación en septiembre de 2016. En este sentido, las expectativas de inflación del mercado no se reajustan probablemente debido a la sensación de que falta consistencia entre la política monetaria y la fiscal.

Gráfico 5.1 Tasas de interés (%)



Fuente: BBVA Research y BCRA.

Gráfico 5.2 Expectativas de TPM e inflación (%)

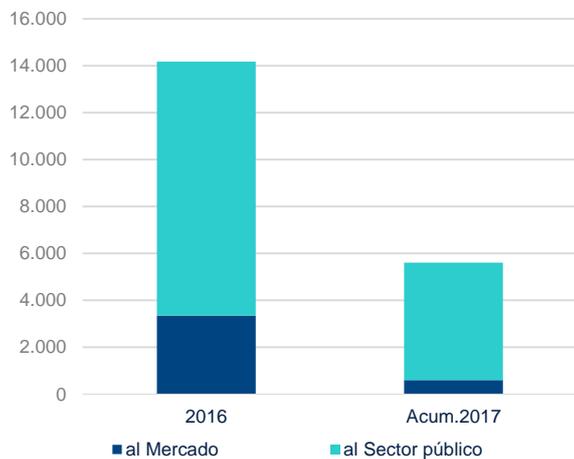


Fuente: BBVA Research y BCRA

Con respecto a la política cambiaria que incide en la política monetaria, si bien se adoptó un régimen de flotación del tipo de cambio, el Banco Central ha intervenido circunstancialmente en el mercado de cambios privado. Pero la compra de divisas originadas en las emisiones de deuda del sector público y privado (Gráfico 5.3) conduce a una necesidad de esterilización importante que presiona constantemente al alza el stock de Letras del Banco Central.

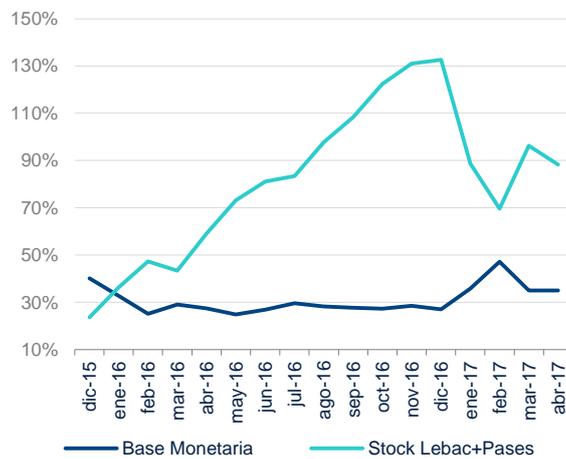
Si bien la tasa de expansión monetaria finalmente se redujo en abril y la base monetaria cayó 1,5% en el acumulado del año, todavía crece a tasas del 35% a/a, aún con la fuerte política de absorción del Banco Central (Gráfico 5.4). Esa cantidad de liquidez absorbida ya sea mediante Pases o Lebac se explica también por la baja de encajes dispuesta por el Banco Central (2 pp en marzo) conjuntamente con el lento avance del crédito al sector privado que obliga al sistema financiero a colocar sus excedentes de liquidez en instrumentos del Banco Central. Este esquema seguirá presionando este año al Banco Central en tanto la inflación tarde en ceder y la actividad económica no impulse un mayor crecimiento del crédito al sector privado.

Gráfico 5.3 Compra de divisas del Banco Central (USD millones)



Fuente: BBVA Research y BCRA.

Gráfico 5.4 Base Monetaria y Stock de Lebac+Pases (% var. a/a)



Fuente: BBVA Research y BCRA

6. Las metas fiscales anunciadas son modestas y cumplibles

No se prevé caída del gasto en términos reales, excepto en el caso de subsidios

El gobierno decidió adoptar una política fiscal gradualista y en 2016 hubo menores avances que lo esperado debido a restricciones de carácter político con lo cual el déficit fiscal se mantuvo casi constante en términos del PIB. El acceso a los mercados de deuda contribuyó a financiar el déficit sin grandes conflictos dado que además, uno de los pocos puntos sólidos de la situación previa de Argentina, era el bajo nivel de endeudamiento con el sector privado. Sin embargo, el logro de la corrección del déficit fiscal es una de las principales inquietudes del gobierno y de los inversores a mediano plazo.

El Ministro de Hacienda Nicolás Dujovne anunció metas trimestrales de déficit fiscal para el año 2017 y también metas de ingresos, gastos y déficit anuales hasta 2019. También inauguró una nueva metodología para la medición del déficit que excluye totalmente del cómputo del resultado los ingresos por rentas del Banco Central y los intereses de la deuda intra-sector público. Si bien este método de cálculo del déficit es más fidedigno vale aclarar que no es totalmente comparable con la medición anterior como se observa comparando los resultados del año 2016 con ambas metodologías (Cuadro 6.1), sobre todo mirando el resultado financiero. Además de esto, otra de las iniciativas que favorece una mayor transparencia es que se difunde una mayor apertura de los ingresos y gastos.

Tanto las metas trimestrales como anuales definidas tienen como objetivo el resultado primario (Gráfico 6.1). Las metas de resultado primario para 2017, 2018 y 2019 son -4,2%, -3,2% y -2,2% del PIB respectivamente. En estas metas está implícita una reducción gradual de los subsidios a la energía y transporte mientras que se planea mantener constante en términos reales al resto del gasto. El gobierno espera iniciar una reforma tributaria más completa en 2018 (ya se concretaron cambios en las retenciones a las exportaciones y en el impuesto a las ganancias). La idea es reducir la presión tributaria, sin embargo, se mantendría estable el nivel de ingresos vía impuestos del sector público debido al efecto esperado de mayor actividad económica y baja de la informalidad y de la evasión impositiva.

Las metas lucen razonables pero su alcance aún no está garantizado. No obstante ello, Argentina todavía cuenta con margen para endeudarse a mediano plazo y continuará financiándose en los mercados de deuda. Las necesidades financieras del año ascienden a USD 40 mil millones según el Programa Financiero del año, y se cubrirán en gran parte con fuentes domésticas aprovechando la mayor disponibilidad de fondos del sector privado luego del sinceramiento de activos. El gobierno se ha mostrado muy activo en este mercado en el curso de este año con emisiones tanto en pesos como en dólares. Además, se negoció una operación con bancos privados por USD 6 mil millones y se hicieron colocaciones de deuda en el mercado internacional por USD 7 mil millones y por CHF 0,4 mil millones con lo cual gran parte de las necesidades de emisión de deuda externa del período están ya cubiertas. En este escenario, la agencia de calificación S&P elevó la nota de la deuda soberana de Argentina desde B- a B con panorama estable, dado que

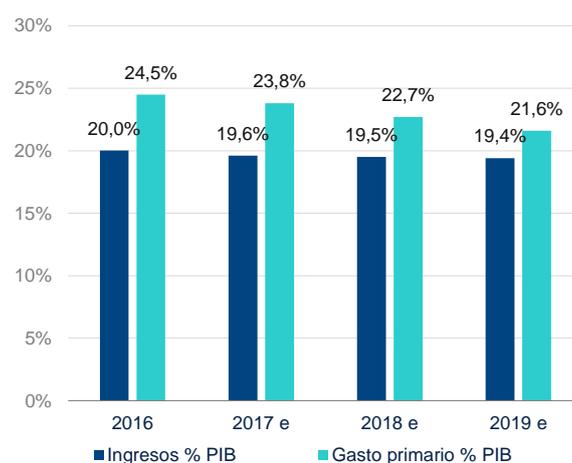
observaba una mejora en las condiciones económicas del país luego de las políticas aplicadas por el gobierno si bien advertía que el escenario político podría afectar la capacidad del gobierno para concretar las reformas necesarias para sostener el crecimiento.

Cuadro 6.1 Resultado fiscal comparación metodología actual y anterior (\$ mil millones)

	Año 2016	
	Anterior	Actual
Ingresos totales	1.613	1.629
Gasto primario	1.973	1.973
Resultado primario	-359	-344
% del PIB	-4,5%	-4,3%
(-) Intereses deuda sector privado	131	131
(-) Intereses deuda intra-sector púb.	54	0
(+) Rentas BC y otras rentas	179	0
Resultado financiero	-365	-475
% del PIB	-4,5%	-5,9%

Fuente: BBVA Research y Ministerio de Hacienda

Gráfico 6.1 Ingresos fiscales y Gasto primario (% del PIB)



Fuente: BBVA Research y Ministerio de Hacienda

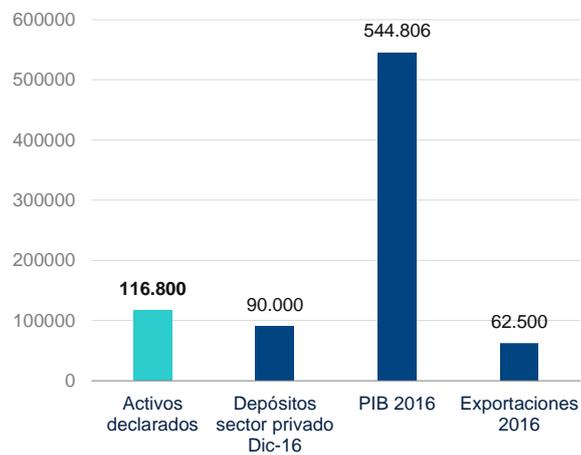
La última etapa del sinceramiento fiscal finalizó el 31 de marzo y el monto total de activos declarados alcanzó a USD 116.800 millones, la segunda etapa ya había dejado un saldo de USD 97.842 millones. El resultado es muy destacable si bien influyó el hecho de que se amplió el intercambio de información fiscal entre países aumentando el riesgo de mantener activos sin declarar. La recaudación impositiva originada en el cobro de las penalidades ascendió a cerca de

El ingreso extra por sinceramiento permitirá financiar el aumento inercial en jubilaciones y subsidios sociales

\$ 140.000 millones (Gráfico 6.3), si bien estos son ingresos por única vez y se aplicarán a financiar el aumento de jubilaciones. Por el aumento de activos declarados la base imponible del impuesto a los bienes personales en el exterior aumentó a USD 110.527, un incremento de más del 300%

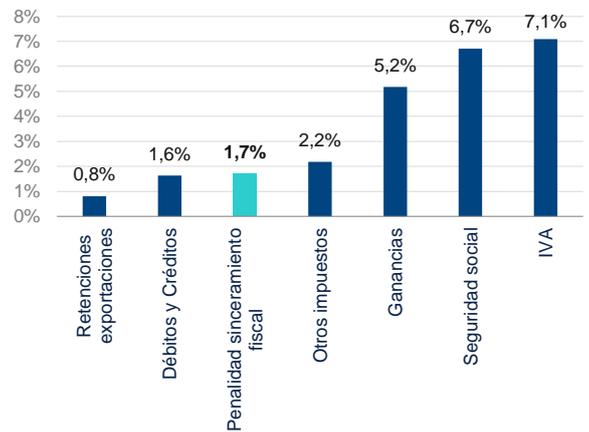
con respecto a la base anterior al sinceramiento. Los depósitos en dólares del sector privado aumentaron más de USD 7.000 por efecto del sinceramiento, y si bien cerca del 80% de los nuevos activos declarados se encuentran radicados en el exterior, son una fuente potencial de inversión y crecimiento si las condiciones económicas de Argentina se consolidan teniendo en cuenta que la totalidad de nuevos activos declarados supera al stock de depósitos del sector privado a fines del año 2016 (Gráfico 6.2).

Gráfico 6.2 Comparativo activos declarados (USD millones)



Fuente: BBVA Research, Indec, BCRA y Ministerio de Hacienda

Gráfico 6.3 Comparativo recaudación por sinceramiento fiscal (% PIB)



Fuente: BBVA Research, Indec, BCRA y Ministerio de Hacienda

7. Argentina continuará atrayendo capitales externos

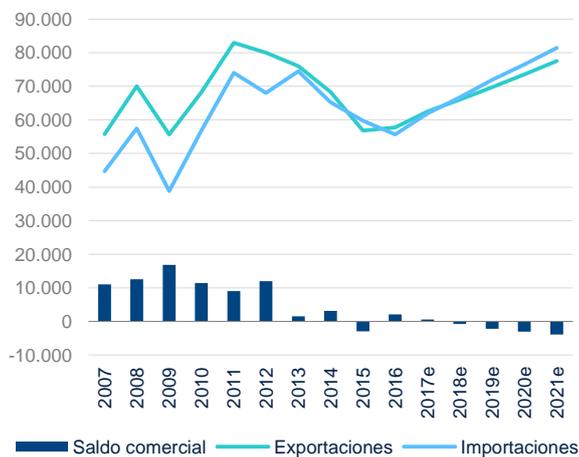
Cuenta corriente deficitaria pero se mantendrá estable en -3% del PIB

Si bien esperamos una balanza comercial todavía levemente superavitaria este año (USD 550 millones), aunque menor que en 2016 debido a un alza más fuerte en las importaciones que en las exportaciones, la cuenta corriente seguirá siendo deficitaria a mediano plazo por el balance negativo en Servicios reales y Rentas. Además, esperamos que el superávit comercial se erosione a medida que la actividad económica se recupere (Gráfico 7.1).

Los datos de la balanza cambiaria base caja del primer trimestre del año 2017 arrojan un déficit en cuenta corriente de USD 1916 millones asociado principalmente a los gastos en turismo emisor. Este déficit se financió con entradas de capitales principalmente por endeudamiento del sector público en el exterior, si bien continuó manteniendo signo negativo la salida de capitales del sector privado, principalmente por dolarización de carteras. Durante el 1er trimestre del año hubo una fuerte acumulación de reservas internacionales (USD 11,7 mil millones) con motivo de estas emisiones de deuda, que en parte fueron descontadas en abril luego del pago de USD 7 mil millones de la cancelación del Bonar X. Creemos que estos flujos del sector externo mantendrán esta tendencia durante el resto del año (Gráfico 7.2) y también a mediano plazo debido a que Argentina mantendrá atractivo para atraer inversiones financieras y extranjera directa.

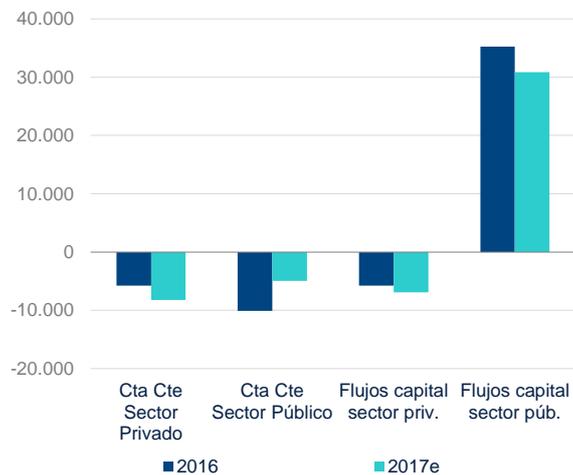
Para el resto del año la acumulación de reservas internacionales vía endeudamiento del sector público será menor, en vista que cerca del 80% de las emisiones en moneda extranjera en el exterior que el gobierno previó en el programa financiero ya se han cubierto. Sin embargo, aún es un interrogante si habrá a mediano plazo una nueva “oleada” de divisas como resultado del sinceramiento de activos que finalizó en marzo. Si disminuye la incertidumbre y alguna proporción de los nuevos activos declarados en el exterior se repatriasen buscando mayor rentabilidad esto generaría un aumento de reservas internacionales que superarán máximos históricos pero a costa de una mayor presión sobre el tipo de cambio y sobre las necesidades de esterilización monetaria del Banco Central.

Gráfico 7.1 Balanza comercial (USD millones)



Fuente: BBVA Research e Indec.

Gráfico 7.2 Balanza cambiaria base caja (USD millones)



Fuente: BBVA Research, y Banco Central

8. Intervención “verbal” del Banco Central para poner un piso a la apreciación del peso

Nuevo objetivo de acumulación de reservas

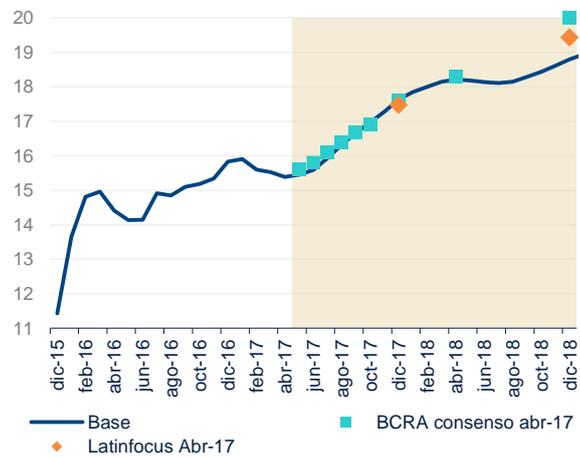
En el escenario base no esperamos fuertes deslizamientos del tipo de cambio en el mediano plazo, al contrario, es esperable que se consolide un período de apreciación real del tipo de cambio sin descartar algo de volatilidad a corto plazo previo a las elecciones. El tipo de cambio variará 11,4% en 2017 (ARS/USD 17,6 promedio diciembre) y 6,6% en 2018 (ARS/USD 18,8), menos que la variación de la inflación (Gráfico 8.1).

Este pronóstico, compartido por la mayoría de analistas, se apoya en diversos factores como: la política monetaria y cambiaria del Banco Central, el mantenimiento de tasas de interés positivas en términos reales que alientan el ahorro en moneda doméstica, las entradas de capital para financiar inversión privada (en parte debido al éxito del sinceramiento fiscal) y por último, las colocaciones de deuda para financiamiento del déficit del sector público y también emisiones privadas.

Recientemente el Presidente del Banco Central afirmó por primera vez que el stock de reservas internacionales de Argentina era aún bajo en términos internacionales y que la intención era elevar el ratio de Reservas internacionales a PIB al 15% lo cual implica un aumento de reservas por lo menos del 50% con respecto al nivel actual de aproximadamente USD 48,0 mil millones. Si bien los niveles estimados para fines de 2017 son suficientes para cubrir los vencimientos de corto plazo y 3 meses de importación, un nivel óptimo de reservas internacionales se ubicaría más cercano a 14% del PIB, en línea con la meta anunciada por el BCRA (Gráfico 8.2). En los Objetivos Monetarios 2017 se menciona sucintamente que el Banco Central puede realizar operaciones en el mercado de cambios para fortalecer sus activos externos pero no figuraba como un objetivo concreto la acumulación de reservas internacionales. El argumento esgrimido es que es una exigencia de las calificadoras de riesgo para elevar la nota del país y una estrategia para protegerse de shocks externos como lo hicieron otras economías emergentes. Si bien no se definieron plazos, esta iniciativa pone un piso a la tendencia a apreciación del peso que probablemente también es uno de los efectos buscados. Como ahora no hay obligación de liquidar las divisas de exportación lo más probable es que el Banco Central siga comprando divisas provenientes de las emisiones de deuda de la Nación y las Provincias, interviniendo ocasionalmente en el MULC.

Creemos que el tipo de cambio apreciado puede sostenerse en el corto plazo porque Argentina redujo considerablemente su costo capital, eliminó retenciones a la exportación y porque hay suficiente liquidez global para financiar el déficit doméstico. Sin embargo, la apreciación del tipo de cambio está generando problemas de falta de competitividad en algunos sectores industriales lo cual podría apremiar al gobierno a implementar políticas para mejorar a mediano plazo la productividad de estos sectores.

Gráfico 8.1 Tipo de cambio, previsión y expectativas (ARS/USD)



Fuente: BBVA Research, Banco Central y Latinfocus.

Gráfico 8.2 Ratios reservas internacionales (USD millones)



Fuente: BBVA Research, Banco Central e Indec.

9. El panorama mundial mejora pero los riesgos domésticos siguen sesgados a la baja

En lo que se refiere al entorno exterior, sobresalen dos factores de riesgo, uno relacionado con la resolución de los desequilibrios en China, y el otro ligado a las políticas económicas en EEUU y el proceso de retirada del estímulo monetario por parte de la Fed. En el primer caso, los desequilibrios de la economía china no dan señales de disminuir. Más allá de las mejores expectativas de crecimiento en el corto plazo, basadas en la reanudación de los estímulos, especialmente los fiscales, se incrementan los riesgos a medio plazo, en la medida en que el proceso de ajuste del patrón de crecimiento se ha detenido y podrían acentuarse las fragilidades financieras derivadas de una recuperación basada en el aumento del endeudamiento de los agentes económicos. Como hemos mencionado reiteradamente, un fuerte ajuste de la economía china afectaría especialmente a las economías de América del Sur a través de la caída de las exportaciones a ese país y de los precios de las materias primas, así como la volatilidad en los mercados internacionales.

En contraposición, los riesgos asociados a las políticas económicas en EEUU (especialmente las comerciales) disminuyen, en la medida que la nueva administración parece barajar propuestas moderadas sobre la renegociación del NAFTA, mientras sigue encontrando obstáculos para llevar adelante algunas de sus políticas de restricción a la inmigración. No obstante, también mencionamos al inicio de este informe la dificultad para sacar adelante medidas ligadas a la reducción de impuestos o el plan de gasto en infraestructuras, lo que reduce la probabilidad de un fuerte impulso en el corto plazo.

El retraso de los proyectos de inversión por dudas sobre el mantenimiento de políticas podría sesgar el crecimiento a la baja

Por el lado monetario, estamos ya inmersos en un proceso de normalización de la política monetaria en EEUU, por lo que cabe esperar un aumento del costo de financiación a nivel global. La política de comunicación será clave en este proceso, para evitar errores como el famoso “taper tantrum” (sobre-reacción del mercado de bonos de 2013 ante la retirada de estímulos) en Estados Unidos. El tensionamiento de las condiciones de financiación no sólo dependerá de las tasas de intervención que fijan los bancos centrales, sino también, y muy especialmente, de las tasas de interés de largo plazo. En este caso, hay factores que siguen anclando la parte larga de la curva de tasas de interés, como la elevada incertidumbre, la escasez de activos refugio o algunos aspectos regulatorios.

El gobierno argentino ha logrado negociar exitosamente con la oposición la concreción de muchas de sus iniciativas pero restan muchos desafíos por delante que lo obligan a negociar permanentemente lo cual genera más costos fiscales y cierto desgaste político. Si bien las expectativas a futuro se mantienen en terreno optimista, una salida de la recesión más lenta que lo estimado o un rebrote inflacionario podrían ocasionar un deterioro en la imagen de gestión del gobierno afectando los resultados de las elecciones de medio término haciendo más complicada la concreción de las reformas económicas y políticas a las que aspira el gobierno. Una combinación de varios de estos factores podría

afectar las expectativas de los inversores del exterior, que si bien siguen manifestando entusiasmo por el cambio de Argentina, generando cierto escepticismo sobre la capacidad y margen de maniobra del gobierno para implementar el plan de reformas. Esto podría deteriorar la confianza y la previsibilidad necesarias para que las promesas de inversión anunciadas se concreten efectivamente. Si bien este escenario pareció aumentar su probabilidad durante el primer trimestre del año dados los conflictos con algunos grupos como los sindicatos, partidos de la oposición y otras organizaciones con reivindicaciones sociales, en abril comenzaron a mejorar sustancialmente los indicadores de confianza e imagen del gobierno con lo cual el camino este año luce más despejado.

Los mercados no han castigado a Argentina por no cumplir con la promesa inicial de consolidación fiscal de alrededor de 1% del PIB o más por año, privilegiando la gobernabilidad y la continuidad de Cambiemos en el poder. Dado el bajo endeudamiento y las perspectivas de crecimiento de Argentina, la prima de riesgo soberano no ha subido, aún en un entorno internacional más incierto luego de la asunción del nuevo gobierno en Estados Unidos. La agencia de calificación S&P elevó la nota de la deuda soberana de Argentina de "B-" a "B" y le asignó un panorama estable teniendo en cuenta las mejoras observadas en las condiciones económicas del país luego de las reformas ya realizadas por el gobierno. Sin embargo, si en una perspectiva de mediano plazo no se materializa una efectiva reducción del peso del estado en la economía y el esperado aumento en los niveles de inversión no se consolida, la complacencia de los mercados podría agotarse y encarecerse el costo del financiamiento de Argentina hasta niveles que pudiesen empeorar el sendero de sostenibilidad de la deuda.

10. Tablas

Tabla 10.1 Previsiones macroeconómicas anuales

	2015	2016	2017e	2018e
PBI INDEC Base 2004 (% a/a)	2,6	-2,3	2,8	3,0
Inflación CABA (% a/a, fdp)	26,9	41,0	22,4	12,9
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	11,4	15,8	17,6	18,8
Tasa de política monetaria (% fdp)	33,0	24,8	21,0	18,0
Consumo Privado (% a/a)	3,5	-1,4	2,5	2,8
Consumo Público (% a/a)	6,8	0,3	2,0	2,0
Inversión (% a/a)	3,8	-5,5	8,0	7,0
Resultado Fiscal (% PIB)	-3,9	-4,5	-4,9	-4,3
Cuenta Corriente (% PIB)	-2,7	-2,8	-3,0	-3,0

Fuente: BBVA Research

Tabla 10.2 Previsiones macroeconómicas trimestrales

	PIB INDEC (% a/a)	Inflación CABA (% a/a, f.d.p.)	Tipo de cambio (vs. USD, f.d.p.)	Tasa de política monetaria (%, f.d.p.)
T1 16	0,6	35,0	15,0	38,0
T2 16	-3,7	47,1	14,1	30,8
T3 16	-3,7	43,1	15,1	26,8
T4 16	-2,1	41,0	15,8	24,8
T1 17	-0,8	35,0	15,5	24,8
T2 17	2,9	23,3	15,6	26,3
T3 17	4,2	24,8	16,7	24,0
T4 17	4,8	22,4	17,6	21,0
T1 18	4,6	18,7	18,2	20,2
T2 18	3,3	15,4	18,1	19,4
T3 18	2,4	14,1	18,3	18,7
T4 18	1,8	12,9	18,8	18,0

Fuente: BBVA Research

AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.

Este informe ha sido elaborado por la unidad de Argentina

Economista Jefe de Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Marcos Dal Bianco
marcos.dalbiano@bbva.com

Juan Manuel Manias
juan.manias@bbva.com

María Celeste González
celeste.gonzalez@bbva.com

Andrea Savignone
asavignone@bbva.com

Adriana Haring
aharing@bbva.com

Jorge Lamela
jorge.lamela@bbva.com

BBVA Research**Economista Jefe Grupo BBVA**

Jorge Sicilia Serrano

Análisis Macroeconómico

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

Escenarios Económicos Globales

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Mercados Financieros Globales

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Modelización y Análisis de Largo Plazo Global

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas
oscar.delaspenas@bbva.com

Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Coordinación entre Países

Olga Cerqueira
olga.gouveia@bbva.com

Regulación Digital

Álvaro Martín
alvaro.martin@bbva.com

Regulación

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

España y Portugal

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

México

Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Oriente Medio, Asia y Geopolítica

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Turquía

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Le Xia
le.xia@bbva.com

América del Sur

Juan Manuel Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela

Julio Pineda
juliocesar.pineda@bbva.com

INTERESADOS DIRIGIRSE A: BBVA Research – BBVA Banco Francés: Reconquista 199, 1ª planta. C1003ABC - Buenos Aires (Argentina).
Tel.: (+54) 11 4346 4000 / Fax: (+54) 11 4346 4416 - bbvaresearch@bbva.com www.bbvaresearch.com